

Les investisseurs institutionnels sont aujourd'hui très courtisés par les initiateurs des offres publiques. Leurs gérants sont en effet amenés à effectuer, ou au moins à proposer, des décisions qui, en raison de la taille des portefeuilles gérés, auront une influence significative sur le succès des opérations.

# Les institutionnels face aux offres publiques

**I**l est légitime de se demander si les investisseurs institutionnels apprécient la multiplication des offres publiques actuellement constatée, et quelles réserves cela peut susciter de leur part.

Les vertus que ces gestionnaires trouvent aux offres publiques s'articulent autour de deux constatations : elles améliorent la valorisation des sociétés par le marché et elles renforcent leur liquidité, au moins ponctuellement.

Les offres publiques s'inscrivent dans des stratégies de restructuration dont l'objectif affiché est aujourd'hui la création de valeur. Ces opérations visent principalement à renforcer les entreprises sur leurs métiers de base, à améliorer les processus de production et de distribution en obtenant des réductions de coûts et à accroître leur puissance mondiale. En ce sens la création de valeur est moins une innovation managériale qu'une manière de caractériser les stratégies actuelles des entreprises qui cherchent à distancer leurs concurrents à la fois par la concentration, par la taille et par l'efficacité.

En tant que telles les offres publiques ne créent pas de la valeur, mais elles permettent l'expression, quasi instantanée, de cette création.

## Une opportunité de recevoir un supplément de prix non prévu

De fait, les cours des sociétés visées progressent rapidement. Les premiers cours cotés après l'annonce des offres publiques se sont inscrits entre 15 et 30 % en moyenne au-dessus des cours du mois précédent.

Deux facteurs expliquent les progressions de cours.

Les évaluations réalisées à l'occasion des tentatives de rapprochement sont naturellement plus approfondies et plus développées que celles dont le marché dispose ordinairement. En principe, les initiateurs ne disposent pas d'informations privilégiées sur leur cible. Par contre, ils analysent les secteurs et la concurrence avec une acuité et un souci d'exhaustivité que justifie l'enjeu pour eux.

Les analyses qui circulent en période d'offre publique sont naturellement plus étoffées qu'en temps ordinaire, notamment en cas d'offres inamicales. Bien entendu, ces argumentaires sont subjectifs et le travail d'analystes neutres est indispensable pour les décrypter. Un certain recul est d'ailleurs nécessaire pour apprécier les plaidoiries des dirigeants qui démarchent individuellement les gérants. Toujours est-il que l'abondance d'informations en période d'offre est à la fois une aubaine et une source de valorisation.

Dans la mesure où elles ont pour but de modifier le contrôle des entreprises, les offres publiques permettent aussi aux actionnaires, institutionnels ou individuels, d'appréhender la «prime de contrôle». Elles offrent ainsi à des actionnaires de long terme l'opportunité de recevoir un supplément de prix dont la probabilité était en principe faible à l'époque où ils sont entrés. Mais il est vrai que la vague des restructurations a habitué les gestionnaires les plus fondamentalistes à prendre désormais en considération ces perspectives de primes dans leurs évaluations.

Ces opérations sont aussi l'occasion pour les institutionnels de réaliser en une seule fois des lignes importantes sans aucune incidence sur les cours.

L'absence de liquidité est une des principales contraintes que rencontrent les institutionnels dans leur gestion quotidienne.



**Antoine Lissowski**  
Directeur financier  
Caisse des dépôts  
et consignations

Les programmes de ventes des gestionnaires peuvent, en effet, être simultanés, lorsqu'un consensus se dégage, ce qui exerce inévitablement un effet dépressif sur les prix. Tirer parti de cours élevés sans coiffer le marché ou sortir d'une ligne en période de reflux sont des exercices difficiles. Le doigté des intermédiaires et la patience des gestionnaires sont mis à d'autant plus rude épreuve que les enjeux sont importants. Sans doute le marché des blocs est-il de mieux en mieux organisé et permet-il des transactions significatives sur les meilleures valeurs. Mais il ne concerne pas tous les titres ni tous les acteurs, et les décotes usuelles sont encore trop élevées.

## Un moment privilégié pour solder une ligne

Face à ces imperfections des marchés, les offres publiques sont des moments privilégiés : on peut, soit attendre leur conclusion, au risque d'être bredouille si le seuil visé par l'initiateur n'est pas atteint, soit profiter de l'animation qui s'empare du marché après la reprise des cotations, même si le cours d'offre n'est pas atteint. En tout état de cause, aucun autre moment ne présente autant d'opportunités pour solder une ligne. L'enthousiasme pour les offres publiques doit cependant être éclairé par quelques réflexions complémentaires quand on considère les modalités de certaines opérations et l'effet des offres sur la cote.

Les OPA à 100 % ne suscitent guère d'état d'âme : les termes du choix sont classiques et ses conséquences pour l'investisseur connues à l'avance. Il n'en est pas de même en ce qui concerne les OPE et, plus généralement, les opérations qui se soldent par l'attribution de titres créés ad hoc.

S'il s'agit d'OPE usuelles, l'initiateur, société cotée dont la qualité peut être estimée, augmentant simplement son capital pour financer une acquisition dans des métiers connus de lui, seuls des problèmes d'évaluation classiques se posent.

## Se méfier des structures créées pour la circonstance

Le débat devient plus obscur lorsque les titres proposés doivent être émis par des structures sans consistance économique créées ou sorties de l'ombre pour l'occasion, surtout si celles-ci doivent lourdement s'endetter pour assumer leurs obligations. Alors que les OPA et les OPE classiques sont des changements de cap considérables pour les cibles, proposés par des opérateurs réputés et correctement financés, ces opérations risquent d'être des sauts dans l'inconnu, pour les entreprises comme pour leurs actionnaires.

L'adjonction de titres optionnels à l'offre principale n'en améliore pas non plus la lisibilité. En tant que tel, l'achat d'options à moyen terme peut entrer dans le champ d'activité d'un investisseur institu-

### Les «zinzins»

Qui sont les «zinzins», ces institutionnels habituellement enclins à la neutralité et à la discrétion ?

On peut définir la catégorie des investisseurs institutionnels soit par énumération, soit par différence avec les autres actionnaires, soit par le faisceau des critères qui les distinguent.

La catégorie regroupe en effet une série d'institutions bien connues : compagnies d'assurance, mutuelles, caisses de retraite, fonds de pension, etc. Mais une telle énumération n'est jamais complète, et elle ne permet pas de distinguer les degrés d'implication de ces organismes dans la gestion des entreprises cotées. Or, un assureur qui siège au conseil d'une entreprise,

fait partie d'un groupe d'actionnaires stables ou d'un pacte classique n'aura pas nécessairement la même attitude en cas d'OP qu'une mutuelle qui détient quelques milliers de titres de la société considérée.

Peut-on dire alors que l'institutionnel «neutre» se définit simplement par opposition aux membres du groupe de contrôle, d'un côté, aux personnes physiques, de l'autre ? Sans doute ; mais une telle définition, en creux, n'est pas très satisfaisante et les intérêts des institutionnels se confondent souvent avec ceux des actionnaires individuels.

On en vient donc à retenir un faisceau de critères pour cerner le plus précisément les institutionnels.

Il s'agit d'abord d'investisseurs à long terme, qui achètent avec une espérance de plus-value conséquente dans un horizon plus ou moins éloigné. Il faut que leur passif et leurs engagements le leur permettent. Un investisseur soumis à un fort impératif de liquidité, notamment s'il s'agit d'un OPC, ou qui doit réaliser des plus-values à court terme pour battre son *benchmark*, n'a pas une réelle liberté de choix au moment d'une offre publique. Sa tendance est d'anticiper la réponse du marché, quelle que soit son analyse sur les termes de l'opération proposée.

L'optique d'accumulation à long terme conduit, en outre, à privilégier l'analyse fondamentale des valeurs et

une discipline de gestion très rigoureuse. Nonobstant le processus d'allocation géographique et sectoriel retenu, c'est le choix des titres qui est crucial. Le comportement boursier d'une zone géographique ou d'un secteur est celui d'agrégats disparates dont l'analyse est, par nature, imprécise.

L'analyse des titres et des entreprises demeure essentielle pour effectuer des paris d'investissement à long terme. Au total, on peut donc dire que les institutionnels sont des investisseurs professionnels, gérant des lignes importantes mais minoritaires, dont le rôle consiste à évaluer les perspectives de rendement et les risques à long terme.

tionnel, à condition que les risques soient correctement pesés et connus des organes dirigeants. Mais la combinaison dans la même offre de titres, d'une soultte et d'instruments optionnels rend évidemment plus problématique l'évaluation de l'opération. Surtout si, comme c'est de plus en plus souvent le cas, plusieurs combinaisons sont proposées au choix des actionnaires.

De telles offres sont principalement conçues pour permettre à des initiateurs désargentés de payer leurs cibles moins cher, et grâce à un «crédit» consenti par les anciens actionnaires.

L'actionnaire institutionnel est en principe suffisamment averti et conseillé pour les analyser. Mais au total il ne peut pas être tout à fait à l'aise d'avoir à apporter ses titres à un initiateur qui, dans le pire cas, n'a ni l'expérience ni les moyens de ses ambitions. Or il n'a pas toujours réellement le choix.

## Réinvestir en conciliant diversification et qualité

Par hypothèse, une offre publique réussie efface de la cote la ligne visée. Dans certaines circonstances, les titres résiduels seront maintenus, mais leur liquidité deviendra nulle. Dans la plupart des cas, l'opération se soldera par une absorption pure et simple.

Pour le gérant institutionnel, cette disparition met un terme à un choix économique et à un pari financier anciens. Le prix est en principe bon, mais n'aurait-il pas pu être supérieur si les stratégies en cours dans l'entreprise visée étaient allées à leur terme ? Les avantages retirés par

l'acheteur sont nécessairement supérieurs au prix qu'il a accepté de payer – sinon il n'y aurait point eu de transaction –, mais de combien ? Bref, on n'évite pas de s'interroger sur le *timing* et sur les conditions. Interrogations que l'absence d'alternative réelle rend désagréables : refuser d'aller à l'une des offres n'est jamais une bonne solution. Comment rester un minoritaire encore plus minoritaire qu'avant ?

Du coup, le gestionnaire se trouve avec une plus-value inopinée, dont le dégageant peut avoir été inopportun du point de vue de son pilotage de résultat, et des liquidités à réinvestir. Or, le papier disponible sur le marché peut être jugé de moins bonne qualité ou en quantité insuffisante.

A l'échelle du marché dans son ensemble, la disparition de lignes de qualité doit logiquement être compensée par l'apparition de nouvelles signatures ou par la montée en puissance d'autres. Mais la tendance à la concentration du capital, dont les entreprises se font de plus en plus économes, réduit la palette des choix d'investissement possibles pour un niveau de qualité et de visibilité donné. Concilier diversification et qualité n'est possible qu'à condition d'élargir l'univers d'investissement. Le gestionnaire doit donc rechercher de nouvelles signatures, notamment en procédant à une allocation plus internationale de son portefeuille, et tenter de nouveaux paris sur des entreprises plus récentes, voire plus risquées.

En définitive, les offres publiques sont donc l'occasion salutaire d'un renouvellement plus rapide des actifs des investisseurs institutionnels : en retirant certaines cartes du jeu, elles relancent la partie. ■